معالم الاقتصاد الافتراضي سبب الأزمة المالية العالمية

عفيف هناء، أستاذة مساعدة – جامعة باجي مختار–عنابة
ضياف علية، أستاذة مساعدة – معة 20 أوت 1955 – سكيكدة

مقدمة:

في الوقت الراهن يغلب على الاقتصاد اعتماده في جوانبه الرئيسية على ما يمكن لنا أن نطلق عليه "الافتراضية" وأبرز صفات هذا الاقتصاد الافتراضي تتمثل في تلك المسافة الآخذة في الاتساع التي يضعها الاقتصاد بينه وبين الاقتصاد الحقيقي. ومن بين الأسباب الرئيسية التي يعتقد أنها مسؤولة عن التسبب بأزمة الرهن العقاري والتي تحولت إلى أخطر أزمة مالية عالمية هي عدم وجود رقابة فعالة على السوق من جهة، وخاصة الاعتماد الزائد على الاقتصاد الافتراضي.

هذه الأزمة التي انفجرت على مستوى الأسواق المالية في أوت 2007 أصبحت أكبر صدمة مالية منذ أزمة 1929، و ما بدأ كتدهور بسيط في قسم من السوق العقاري الأمريكي تحول وأدى إلى تفكك جزء كبير لسوق الائتمان، مما نتج عنه أخطار على الوضع الاقتصادي الكلي للولايات المتحدة الأمريكية ككل، وبصورة أعم على الاقتصاد العالمي. و بالتالي تحاول هذه الورقة البحثية الإجابة على الأسئلة التالية: ما هو الاقتصاد الافتراضي وما هي معالمه؟ كيف نشأت هذه الأزمة المالية؟، ما هي أسبابها وعوامل انتشارها؟

و للإجابة على التساؤلات السابقة قسمنا هذه المداخلة إلى ثلاثة محاور رئيسية هي: المحور الأول: و يتضمن ماهية الاقتصاد الافتراضي وخصائصه. المحور الثاني: يتناول بالتحليل جذور الأزمة المالية العالمية. والمحور الثالث: يتطرق لكيفية نشوء الأزمة المالية وعلاقتها بالاقتصاد الافتراضي.

المحور الأول: الاقتصاد الافتراضي، المفاهيم و الخصائص

1 - **مفهوم الاقتصاد الافتراضي:** الاقتصاد الافتراضي (Virtual Economy) هو الاقتصاد الذي يتعامل مع مال ليس موجودا على وجه الحقيقة، و واضح أن هذا النوع من الاقتصاد يؤدي إلى وجود ثروة و تناميها دون أن يكون هناك ما يقابل هذه الثروة من بضاعة أو خدمات، ما يؤدي إلى الخروج على قاعدة أن المال في الأصل هو أداة لتبادل البضائع و الخدمات،

و قد بدأت ظاهرة زيادة المال على الحجم الحقيقي للمال بشكل كبير و على مستوى اقتصاد الدول مع ظهور الأسواق المالية في نيو يورك نهاية القرن التاسع عشر.

و يعرف د.سمير أمين الاقتصاد الافتراضي بأنّه ((كمية هائلة ومتنامية من رأس المال موجودة في الأسواق لا تجد مكاناً لها في المجال الإنتاجي)) و ساعد على تأصل هذه الظاهرة لتصبح هي الطاغية في اقتصاد الدول ثلاثة عوامل رئيسة هي تقييم المؤسسات المالية بالقيمة الاسمية للأسهم، و اعتماد قيمة الربا (الفائدة) أساسا للتحكم بحركة المال، و فصل العلاقة بين العملات الرئيسة و الذهب. ثم إن الحرب الباردة بين المعسكرين الرأسمالي و الاشتراكي ساعدت على تأصل فكرة الاقتصاد الافتراضي لدى المعسكر الرأسمالي من أجل زيادة الضغط على المعسكر الاشتراكي.

2 -عوامل تنامي الاقتصاد الافتراضي:

2-1-الأسهم والاقتصاد الافتراضي: لقد أدى نظام التعامل بالأسهم المالية منذ مطلع القرن الماضي إلى زيادة نمو المال المرتبط بالأسهم بشكل أسرع بكثير من نمو الاقتصاد الحقيقي الذي تمثله الأسهم. و لما تعرض السوق المالي في نيويورك إلى أول انهيار سنة 1929 أرجع الاقتصاديون ذلك الانهيار إلى الفرق الشاسع بين قيمة السوق المالية و المرتفعة جدا و قيمة الاقتصاد الحقيقي. و قد ذكرت مجلة الايكونومست بتاريخ 1929/11/2 أن السبب الرئيسي لانهيار السوق هو الزيادة العالية لأسعار السوق مقارنة بالواقع الحقيقي للاقتصاد. و لإدراك هذه الناحية فقد تبين أن أسعار السوق المالية زادت خلال الفترة ما بين 1925 و 1929 بنسبة 120% بينما لم يتعد النمو الاقتصادي للفترة نفسها 17%. و حين انهار السوق فقد من قيمته ما يزيد على ال 93%. أي عاد السوق الى ما يقارب قيمته الحقيقية. و قد حصل الأمر ذاته سنة 1987 حين انهار السوق مرة أخرى حيث لاحظ المراقبون أن أسعار السوق المالي قد تضخمت بشكل كبير مقارنة مع الحجم الحقيقي للاقتصاد، حيث زاد الفرق بين الاقتصاد الافتراضي و الاقتصاد الحقيقي عن 200%. و مع نهاية القرن العشرين و صل الاقتصاد الافتراضي ثلاثة أضعاف قيمة السوق الحقيقي و ذلك بما عرف باسم (بالون الانترنت).

و الحاصل أن القيمة الاسمية للأسهم المالية لا تعكس حقيقة الإنتاج الاقتصادي. فمن الممكن أن ترتفع قيمة الأسهم للشركة دون أن يكون هناك أي إنتاج أو ربح للشركة كما حصل مع شركة أمازون حيث تجاوز سهم الشركة 300 دولار في الوقت الذي لم تحقق الشركة أية أرباح. و كما حصل مع شركة انرون حيث ارتفعت قيمة أسهمها بناءا على معلومات خاطئة عن أرباح وهمية.

إن مثل هذا التعامل المالي يجعل هناك وجهان للاقتصاد. وجه حقيقي مرتبط بالنمو الاقتصادي و الإنتاج و هو القوة الحقيقية للاقتصاد. و وجه وهمي يعكس الصورة التي يراها المجتمع المحلي و العالمي عن حالة الاقتصاد. و حين يكون الفرق بين الاثنين بسيط لا تظهر مشاكل في الاقتصاد. و لكن حين يصبح الفرق شاسعا كما هو الحال الآن و عام 1987 و عام 1929 فان الأمر يكون خطيرا و قد يؤدي إلى أثار مدمرة لسنين طويلة كما حصل مع النمور الآسيوية.

و تدرك الدول الرأسمالية حجم المشكلة و خطورتها و هي لا تنفك تضع الخطط و البدائل للحيلولة دون انهيار مدمر أو لتخفيف أثار الانهيار أو للخروج السريع بعد الانهيار. أما السبب المباشر

للانهيار فيعود إلى محاولة بعض المستثمرين أن يحولوا ما يملكوه من مال وهمي إلى مال حقيقي. فلو افترضنا أن المال الحقيقي يشكل 10% من المال الافتراضي فان مجموع ما يمكن تحويله إلى مال حقيقي لا يزيد عن 10% من المال الكلي، و باقي المال يساوي لا شيئ. و من هنا حين يرى ملاك الأسهم أن أحد كبار المستثمرين بدأ ببيع ما يملك (لتحويل ماله إلى مال حقيقي) فيسارعون إلى بيع ما يملكون خوفا أن لا يبقى لهم شيئ من المال الحقيقي فيحصل الانهيار ليعود البناء إلى الأساس. و خطورة الاقتصاد الافتراضي تكمن في إيجاد حالة من الوهم الاقتصادي قد يصدقها و يتصرف بناءا عليها حتى كبار الاقتصاديين و السياسيين، ما يدفعهم للقيام بمشاريع أكبر حجما من مقدراتهم الحقيقية. و قد تكون لمثل هذه الأعمال أثار ايجابية مؤقتة خاصة إذا كانت هذه المشاريع داخلة في حقل التنافس مع الغير. و قد استفادت أمريكا بشكل كبير حين كانت في صراع مع الاتحاد السوفياتي. حيث كان الاتحاد السوفياتي يستعمل المال الحقيقي في أعماله و مشاريعه، و كانت أمريكا تستعمل الاقتصاد الوهمي. و لكن حين تتعرض الدولة إلى أزمة مالية أو سياسية يفوق حجمها حجم الاقتصاد الحقيقي فان الوهم قد يدفع الدولة إلى مقامرة خاسرة. و قد تعمد الدول إلى خلق أزمات فعلية لدول أخرى تعتمد على الاقتصاد الافتراضي في دائرة الصراع معه

2-2-الربا و الاقتصاد الافتراضي: إن غاية السياسة المالية في الاقتصاد الرأسمالي هي المحافظة على أعلى مردود إنتاجي و توظيفي و استقرار الأسعار. و يتم تحقيق ذلك من خلال آلية قائمة على التحكم بقيمة الربا زيادة أو نقصانا. فحين يحصل ركود في الاقتصاد تعمل الدولة على خفض قيمة الربا من أجل تشجيع الاقتراض و زيادة الطلب على الحاجات. و بالمقابل يتم رفع قيمة الربا للحد من التضخم المالي. و المهم هنا هو أدراك أهمية الربا بالنسبة للاقتصاد الرأسمالي باعتباره أهم أداة للتحكم بالاقتصاد. و من هنا كان انتشار المؤسسات المالية التي تقدم خدمات القروض للأفراد و الشركات و المؤسسات و حتى للحكومات نفسها.

و ضمن هذا الاقتصاد الربوي تكون حركة المال باتجاهين اتجاه الإيداع و التسديد من المستثمر للبنك أو اتجاه الإقراض من البنك للمستثمر. و باستثناء الحالات التي تكون نسبة التضخم أعلى من نسب الفائدة خلال فترة السداد فان كمية المال المتجه باتجاه البنك تكون أكثر بشكل مطرد من كمية المال المتجه باتجاه المستثمرين. فإذا كان المال الحقيقي هو المال الذي يتعامل به المستثمر لزيادة الإنتاج و المحافظة على استقرار الأسعار حسب ما تقتضيه السياسة المالية فان هذا المال سيكون بالتأكيد أقل بكثير من المال الذي يتجمع لدى البنوك. و من هنا يظهر الفرق بين المال الحقيقي و المال الافتراضي. و هناك حالتان تؤديان إلى حصول هذه الظاهرة.

الحالة الأولى حين يقوم البنك بعملية الإقراض. فلو فرضنا أن البك قدم قرضا بقيمة 100 مليون دولار بربا مقداره 5% لمدة 20 سنة. و لو فرضنا أن التضخم خلال هذه الفترة كان 2% فان نسبة الربا الحقيقية تكون 3%. و لو فرضنا كذلك أن المال المقترض (100 مليون) أنفق على مشاريع استهلاكية و مشاريع إنتاجية ربحية بحيث حقق ربح إجمالي 2%. أي أن القيمة الإجمالية

التي سترد إلى البنك = 103 مليون دولار في حين أن المال الحقيقي = 102 مليون. بمعنى أن هناك (1) مليون دولار في حساب البنك ليس له ما يقابله في الواقع و هذه الزيادة هي عين الربا الذي يزيد على حساب المال فقط كما ورد في الآية الكريمة (وَمَا آتَيْتُمْ مِنْ رِبًا لِيَرْبُوَ فِي أَمْوَالِ النَّاسِ فَلا يَرْبُو عِنْدَ اللَّهِ). و إذا علمنا أن أكبر المقترضين في العالم هي الحكومات التي تقترض لسد الحاجات و ليس للإنتاج فان نسبة ما يتجمع من الربا يكون أعلى بكثير من نسبة ال (1%) في المثال السابق. و من هنا فان المال الربوي الزائد عن الحجم الحقيقي للمال خلال فترة زمنية محدودة يصل إلى مئات المليارات من الدولارات و قد يصل الى ضعف كمية المال الحقيقي. و يكفي أن نعلم أن نسبة النمو الاقتصادي الحقيقي في أمريكا مثلا كانت بمعدل (3.5%) خلال ال (30) عاما الماضية، بينما كان معدل الربا الفعلي أكثر من (8%). ما يعني أن المال الافتراضي خلال ال (30) عاما الماضية زاد على (135%) من قيمة المال الفعلي. أي لو أن القيمة الفعلية للاقتصاد الأمريكي كانت (5) ترليون دولار فان القيمة الربوية الزائدة عن القيمة الحقيقية تكون (6.75) ترليون دولار. ما يجعل قيمة المال الافتراضي (11.75) ترليون.

أما الحالة الثانية التي تؤدي إلى زيادة وهمية في المال الربوي فتكون حين يودع المستثمرون أموالهم لدى البنوك من أجل الاستثمار في الربا. فلو أن المستثمر أودع لدى البنك (100) مليون دولار بربا قيمته (5%) بعد احتساب التضخم، و لمدة (10) سنين. فان قيمة المال المستثمر تصبح (150) مليون. و حتى لا يخسر البنك يقوم بدوره باستثمار ال (100) مليون دولار و لنفرض أنه حصل على نسبة (7%) أي ما قيمته (170) مليون. فلو كان جزء من استثمار البنك إنتاجيا بنسبة (5%) و الباقي زيادة ربوية فان ما مجموعه (20) مليون دولار يكون مالا ربويا محضا لا مقابل له في الواقع. و الحقيقة أن أكثر البنوك لا تستثمر أموال المستثمرين في عمليات إنتاجية، إنما تقوم باستثمارها لدى بنوك أخرى و هكذا قد تحتوي سلسلة الاستثمارات على عدة بنوك ما يجعل المال الوهمي يزيد بشكل مطرد.

و سواء كانت زيادة المال على الوجه الأول أو الثاني فان المحصلة إن كمية المال الذي يتجمع لدى البنوك أكثر بكثير من كمية المال الحقيقي و الذي يمثل الإنتاج. إلا أن الذي يساعد على استمرار هذه الزيادة المطردة بالمال الوهمي هو عدم ظهور حاجة ملحة لسحب أموال كثيرة من البنوك مرة واحدة. و حين يحصل أن يتعرض أحد البنوك لضغط المستثمرين و المودعين لسحب كمية تفوق كمية المال الحقيقي فان البنك سرعان ما ينهار لعدم مقدرته تلبية حاجة الزبائن كما حصل مع بنك بوسطن أوائل الثمانينات من القرن الماضي. هذا إذا لم تتدخل الحكومة لإنقاذ البنك و دعمه بأموالها. و اذا كانت المشكلة عامة في أكثر من بنك فان الدول الكبرى تعمد إلى طبع و ضخ أموال تتناسب مع حجم المال الوهمي. و هذا من شأنه أن يؤدي إلى تضخم هائل و هبوط بالأسعار و ضعف بالإنتاج و قد يؤدي إلى كارثة مالية هائلة. و يكفي أحيانا لحصول مثل هذه الكوارث أن يتحرك المودعون للمطالبة بسحب جزء كبير من أرصدتهم في وقت واحد.

2-3- فصل العلاقة بين العملات الرئيسية و الذهب: ما كان يمكن للاقتصاد الافتراضي أن يصبح ظاهرة أصيلة و يستشري بالشكل الذي رأينا لو أن العملات الرئيسة كالدولار بقيت مرتبطة بالذهب حسب ما قررته اتفاقية بريتون وودز سنة 1944. فقد حددت الاتفاقية أسس واضحة لسعر صرف العملات مقابل الذهب ضمن تذبذب لا يزيد عن (1%). كما حددت أسس تبين كيفية تحويل العملات إلى الذهب. فمع وجود مثل هذا القانون لا يمكن لأي دولة أن تسمح لاقتصادها أن يظهر على وجه أكثر بكثير من حجمه الحقيقي لأن ذلك سيكلفها مخزونها من الذهب و قد لا يكفي المخزون مطلقا حسب ما رأيناه من أرقام خيالية للاقتصاد الافتراضي. و لكن حين انقلبت أمريكا على اتفاقية بريتون وودز و حررت ألدولار من الذهب أطلقت العنان لأسعار السوق دون أي قيد. و لم تكتف أمريكا بذلك بل عادت و فصلت العلاقة بين المال و الاقتصاد، فصار من الممكن للمال أن ينمو و يزداد بسرعة أعلى بكثير من سرعة نمو الاقتصاد. فكان هذا الفصل بين المال و الذهب من جهة، و بين المال و النمو الاقتصادي من جهة أخرى هو الذي مكن من وجود الاقتصاد الافتراضي و نموه إلى درجة هائلة.

-**خصائص النظام الافتراضي:** يتبين من خلال دراسة و تحليل أسباب الأزمات المالية المعاصرة أنّها تقوم حول النظم الافتراضية التالية: - نظام الفائدة على الودائع و نظام الفائدة على القروض.

-نظام جدولة الديون من خلال تمديد الأجل و رفع سعر الفائدة.

-نظام التجارة بالديون.

-نظام المشتقات المالية الذي يقوم على الاحتمالات و الحظ و المعاملات الوهمية التي تبتعد عن الاقتصاد الحقيقي.

فالبنوك لم تكتف بالتوسع في القروض الأقل جودة بل استخدمت ما يعرف بالمشتقات المالية لتوليد مصادر جديدة للتمويل و بالتالي التوسع في الإقراض، و هو ما قام به المهندسون الماليون في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تم التوصل إلى هذا الاختراع الجديد (المشتقات المالية) من خلال توليد موجات متتالية من الأصول بناءا على أصل واحد و أنّه يمكن تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية معقّدة (توريق الديون) يمكن عن طريقها توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناءا على أصل واحد[1].

المحور الثاني:جذور الأزمة المالية العالمية : يعاني الاقتصاد العالمي من أزمة مالية خطيرة انفجرت على مستوى الأسواق المالية في أوت 2007 ،هذه الأزمة لم تكن وليدة اللحظة، وإنما لها جذور أهمها إتباع الاقتصاد الأمريكي سياسة أسعار الفائدة المنخفضة التي تزامنت مع انهيار أسهم شركات التكنولوجيا، هذه الظروف أدت إلى زيادة التعامل بالقروض العقارية العالية المخاطر، كما ساعدت التجديدات المالية على تفاقم الخطر بزيادة أحجام الإقراض موجة تلوى الأخرى، وبالتالي انتفخت الفقاعة العقارية حتى وصلت إلى ذروتها و انفجرت،و سرعان ما انتقلت العدوى إلى الأسواق المالية لمختلف الدول، مفرزة اضطرابات واختلالات شملت أغلب الاقتصاديات.

1 -ماهية الأزمات ومصادرها

1-1 -**مفهوم الأزمات المالية:** الأزمة المالية هي انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي[2] .

كما تعرف الأزمة المالية بأنها مرحلة حرجة تواجه المنظومة المالية، وينتج عنها خلل أو توقف في بعض الوظائف الحيوية لهذه المنظومة أو كلها، و يصاحبها تطور سريع في الأحداث ، ينجم عنه عدم استقرار في النظام الأساسي لهذه المنظومة، ويدفع سلطة اتخاذ القرار فيها إلى ضرورة التدخل السريع لنجدتها، وإعادة التوازن لهذا النظام[3]. بالإضافة لذلك يمكن أن تتمثل الأزمة المالية في الانخفاض المفاجئ لأسعار نوع أو أكثر من الأصول الذي قد يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسات التي تملكها، وقد تأخذ الأزمة المالية شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، في عملة دولة ما، في سوق العقارات، أو في مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد. قد يحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار فقاعة مالية تنتج عن تداول كميات كبيرة من نوع معين من الأصول المالية أو المادية، بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية، رغم أن السعر الحقيقي يتمثل في مجموع القيم الحالية للعائد المستقبلي المتوقع للأصل، فمن علامات الفقاعة بيع وشراء الأصول بحثًا عن الربح الرأسمالي المتوقع الناتج عن ارتفاع قيمتها، وليس بناء على العائدات المستقبلية التي يتوقع أن تحققها[4].

وعادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي، مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل، يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، وعندها يحدث انخفاض في قيمة العملة، مؤديا إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج[5].

2-1- مصادر الأزمات: يقصد بمصادر الأزمات العوامل التي تساعد على وقوع اختلالات تؤدي إلى جعل اقتصاد ما عرضة للأزمات، ومن ثم فهي تختلف عن الأسباب المباشرة للأزمات التي تتمثل في أحداث أو سياسات محددة تؤدي مباشرة لاندلاعها . وعلى ذلك فإن مصادر الأزمات هي مجموعة من العوامل التي تخلق الظروف أو البيئة المواتية لوقوع الأزمات، ومن أهم هذه العوامل:

أولا- عدم استقرار السياسات الاقتصادية الكلية : كان لهذا العامل دورا كبيرا في اندلاع كثير من الأزمات المالية، ففي كثير من الحالات تؤدي السياسات النقدية والمالية التوسعية إلى انتعاش النشاط الإقراضي بشكل خطير وإلى تراكم شديد للديون وإلى الاستثمار المفرط في مجال العقارات، دافعة بذلك أسعار الأسهم والعقارات إلى الارتفاع الشديد، ومن ناحية أخرى فإن السياسات النقدية والمالية المقيدة التي تستهدف احتواء مخاطر التضخم واختلال الموازين الخارجية وتصحيح أسعار الأصول، قد تؤدي إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي وإلى صعوبة خدمة الديون وإلى انخفاض قيمة الضمانات وإلى تزايد نسبة الديون المعدومة التي تهدد البنوك بالإفلاس. لقد كانت العوامل الاقتصادية الكلية وبصفة

خاصة انتعاش النشاط الإقراضي وراء ضعف القطاع المالي في كثير من بلدان أمريكا الجنوبية وغيرها من الأسواق[6].

ثانيا- العوامل الخارجية : لعبت العوامل الخارجية دورا هاما في وقوع الكثير من الأزمات المالية، ومن أهم هذه العوامل التحولات الضخمة في معدلات التبادل الدولي وفي أسعار الفائدة العالمية، فالانخفاض غير المتوقع في أسعار الصادرات على سبيل المثال يؤدي إلى إضعاف قدرة المشروعات المحلية على خدمة ديونها وإلى تغير نوعية القروض المصرفية، كما أن تحركات أسعار الفائدة في البلدان الصناعية الكبرى أصبحت بالغة الأهمية بالنسبة لاقتصاديات الأسواق الناشئة، عاكسة بذلك الاندماج المتزايد لأسواق رأس المال الدولية وعولمة الاستثمارات. إن انخفاض أسعار الفائدة العالمية يؤدي إلى تدفقات مالية ضخمة إلى الأسواق الناشئة بحثا عن معدلات أعلى للعائد، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة العالمية يؤدي إلى نقص هذه التدفقات مما يؤدي إلى ارتفاع نفقات التمويل وإلى ضعف القطاع المالي في هذه الأسواق. وهكذا يمكن أن تؤدي ظروف الأسواق المالية الدولية دورا هاما في نشوب الأزمات المالية.

ثالثا- مكونات رأس المال : كان لمكونات رأس المال أثرها البالغ في اندلاع عدد من أزمات العملة، فلقد كان للاعتماد الشديد على القروض قصيرة الأجل في تمويل عجز الحساب الجاري الضخم سببا أساسيا في اندلاع أزمة المكسيك 1994-1995 وأزمة بلدان جنوب شرق آسيا عام 1997، أما الاستثمارات الأجنبية المباشرة فهي أكثر أمانا من الاقتراض الأجنبي قصير الأجل. في حين تساهم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تزايد القدرة الإنتاجية للاقتصاد المضيف، وتستخدم القروض قصيرة الأجل غالبا في تمويل الاستهلاك، ومن ناحية أخرى فإنه عند اندلاع الأزمة غالبا ما ترفض البنوك الأجنبية الدائنة تأجيل سداد مستحقاتها وتسارع في التخلص مما في حوزتها من أوراق مالية محلية، أما أصحاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة فإنه قد يصعب عليهم التصرف في أموالهم الإنتاجية أو التخلص منها نظرا لصعوبة إيجاد مشترين لها في ظل ظروف الأزمة.

رابعا- إتباع نظام أسعار الصرف الثابتة : ومن العوامل التي تساهم في خلق بيئة ملائمة للأزمات كذلك، تبني نظم أسعار الصرف الثابتة أو غير المرنة، إذ أن أسعار الصرف الثابتة تشجع على الاقتراض الأجنبي بسبب تجاهل المقترضين لمخاطر سعر الصرف وسواء تم الاقتراض الخارجي مباشرة بمعرفة المشروعات المحلية أو بطريق غير مباشر من خلال وساطة المؤسسات المالية المحلية، فإن تزايد القروض بالعملات الأجنبية يساهم في تعرض الاقتصاد المعني لمخاطر الصدمات الداخلية أو الخارجية ومن ثم لمخاطر الأزمات المالية.

خامسا- تشوهات القطاع المالي : إن تشوهات القطاع المالي الناتجة في غالب الأحيان عن عمليات التحرير المالي السريع في البلدان التي تتميز بضعف نظم الرقابة والإشراف والتدخل الحكومي المباشر في تسعير وتخصيص الائتمان والتي تساهم في تعريض هذه البلدان لمخاطر الأزمات المالية. فلقد كان لضعف نظم الرقابة والإشراف في البيئات المالية الأكثر تحررا دورها في خلق مشكلة

المخاطر المعنوية أو الأخلاقية عن طريق تشجيع المؤسسات المالية على القيام بأنشطة اقتراضية غير حكيمة تتضمن درجات عالية من المخاطر، كما أن ضعف كفاءة الأطر المحاسبية والقانونية وعدم الوضوح والشفافية يزيد من ضعف القطاعات المالية ويحد من قدرة الحكومات على اتخاذ الإجراءات الصحيحة لمواجهة الأزمات.

2-**جذور الأزمة المالية العالمية:** لكي تحافظ الولايات المتحدة الأمريكية على نموها، كان يجب عليها أن تكون قادرة على الحفاظ على استمرار الطلب دون الزيادة في الدخول،لذلك عملت على تشجيع الطبقة الوسطى على الاستدانة ابتداء من الثمانينات ، عن طريق القروض الاستهلاكية (التي تستعمل لتمويل الحياة اليومية، تعليم الأطفال، والإجازات ...و غيرها)، وكذلك عن طريق القروض العقارية لشراء المساكن، إذ في عام 1977، حسب قانون إعادة الاستثمار الجماعي "Community Reinvestment Act" يحث البنوك و صناديق الادخار على منح الائتمان إلى المجتمعات المحرومة، بمعدلات فائدة منخفضة و متغيرة على مبلغ نهائي يفوق دخلهم السنوي بثلاثين مرة، حيث انخفضت أسعار الفائدة بشكل كبير لتصل إلى أقل من 1% ، هذه القروض تدعى" subprime " أي "القروض الأقل جودة" [7]، كما تزامن ذلك مع انفجار فقاعة شركات الانترنت، حيث أخذت قيمة العقارات ترتفع، وارتفعت معها أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بشكل مستمر، سواء في الولايات المتحدة أو في غيرها من دول العالم مقابل انخفاض الأسهم في القطاعات الاقتصادية الأخرى بما فيها قطاعات التكنولوجيا والاتصالات الحديثة، كل هذه الظروف والتسهيلات دفعت الأمريكيين أفراد وشركات على شراء المساكن والعقارات بهدف الاستثمار طويل الأجل. وبالتالي ازداد التعامل بهذا النوع من القروض، إذ أصبح من الشائع إلغاء حتمية مراقبة دخول الأطراف التي ستمنح لها القروض و إعطائها بدون أية مبررات، بحيث في نهاية عام 2006، وصلت قروض subprime إلى حوالي 15% (1500 مليار دولار) من القروض العقارية الغير مسددة في الولايات المتحدة الأمريكية ، من بين هؤلاء، 90% منحت بمعدلات قابلة للتعديل و معظمها تحتوي على بنود سهلة و في متناول الجميع، حيث تم تقسيم فترة سداد القرض إلى مرحلتين، مرحلة تمهيدية تتراوح من سنتين إلى ثلاثة سنوات ومرحلة لاحقة ، في المرحلة التمهيدية تكون معدلات الفائدة منخفضة في البداية حيث تمكن المقترض من دفع معدلات الفائدة المنخفضة دون أن يدفع أي أقساط من أصل القرض، و لكن في المرحلة اللاحقة ترتفع معدلات الفائدة و أقساط خدمة القرض (تطبيق معدل فائدة متغير) و يرتكز هذا النظام من التمويل على مبدأ أساسي هو ارتفاع أسعار المساكن خلال الفترة التمهيدية للقرض. هذه الظاهرة لا تتعلق فقط بقروض من نوع subprime ، بل اتسعت أيضا لأكثر من 50% على كافة سوق القروض العقارية للولايات المتحدة الأمريكية[8] . كما تجدر الإشارة إلى أن سوق العقار في الولايات المتحدة الأمريكية كان من أكبر أسواق القروض في العالم، حيث كان يجمع حوالي 5800 دولار في جانفي 2007، وفي منتصف عام 2006، كان حاملي الأوراق المالية الأجنبية لهذه القروض يملكون حوالي 850

مليار دولار. إن مخزون القروض العقارية من نوع subprime كان أكثر ارتفاعا مقارنة بالقروض الأكثر جودة ، حيث في 2006، كانت تمثل 14% من مجموع القروض العقارية (824 مليار).

في أوائل سنة 2000، كانت البنوك تسعى بكل الطرق لتجعل من القروض العقارية و المنتجات أكثر جاذبية للمستثمرين من المؤسسات في العالم خاصة بالنسبة لصناديق التحوط التي في الخارج و ذلك من أجل زيادة تمويل نشاطها و للرفع من أرباحها ، ولعدم الحفاظ على المخطرة منها في ميزانياتها. لذلك قامت البنوك بتقطيع الديون الأكثر خطورة إلى شرائح وفقا لمستوى المخاطر و خاصة منها القروض من نوع subprime (التوريق)، و فيما بعد قامت بتجميعها على شكل حزم،ثم قامت البنوك ببيع هذه الحزم كسندات في السوق ، بمعنى توريق هذه الديون العقارية. كذلك، لعدم الاحتفاظ بالقروض المخطرة على مستوى ميزانيات البنوك وعدم إظهارها، قامت هذه الأخيرة بوضعها في مؤسسات خاصة (Véhicule ad hoc) على مستوى بلدان أخرى تتمتع بتسهيلات ضريبية تدعى " Les Paradix Fiscaux "، مما يسمح بتخفيتها على المنظمين. هذه العملية حققت فوزا عظيما في وقت قصير نظرا للعوائد المتحصل عليها من هذه الأوراق المالية، و بالتالي أصبح جميع المستثمرون في أنحاء العالم يريدون من هذه المنتجات المضمونة، من نوع Subprime وغيرها، سوى لأنفسهم أو لصالح زبائنهم. كما قام فريدريك ماك و فاني ماي (رؤساء شركة إعادة تمويل الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية) بنفس الشيء، مع الاحتفاظ بجزء من هذه الديون العقارية داخل ميزانيتها و الجزء الآخر قامت بإعادة بيعه ، وبالتالي القروض من نوع Subprime التي تم توريقها يوجد النصف منها على مستوى البنوك الغير الأمريكية، والنصف الآخر لدى العملاء الأجنبيين.نظرا لهذا النجاح، نلاحظ تطوير عملية توريق الديون لجميع الأصناف، التي حملت اسم "الأوراق المالية المدعومة بالأصول" (ABS) "-Asset backed securities" ، البعض من هذه الديون للخواص تحت اسم (CDOs) CDO (Collateralized Debt Obligations)التزامات الديون المضمونة أو السندات المدعومة بالأصول، حيث البعض منها يحتوي على شرائح RMBS (Residential -Mortgage Backed Securities) "السندات المدعومة بالرهن العقاري " من نوع Subprime ،و هذه السندات (CDOs) هي عبارة عن أوراق مالية تمثل محفظة ديون المصارف، وتلبي احتياجات مختلفة مثل تخفيض تكاليف إعادة التمويل، استغلال فرص التحكيم و التخلص من مخاطر الائتمان. إن سيرورة عمل CDO تتم وفق ثلاث خطوات : أولا، المصدر الأول، عادة البنوك تتخلى عن محفظتها من القروض لصالح مؤسسة خارجية خاصة، في الخطوة الثانية، هذه المؤسسة الخاصة تصدر شرائح من نوع CDO لتمويلها، وأخيرا، الشرائح المصدرة يتم اكتتابها من طرف المستثمرين. تسمح CDO بإعادة تمويل القروض المصرفية و في نفس الوقت تتيح الفرصة للبنوك و المؤسسات المالية بتحويل مخاطر الائتمان إلى أطراف أخرى[9].

ولتعزيز مركز السندات، قامت البنوك بالتأمين عليها من قبل شركات التأمين على أن يقوم حامل السند بدفع رسوم التأمين عليها للحماية من إفلاس البنك أو صاحب البيت،كما قامت بعض المؤسسات المالية بتأمين المقرضين المترددين ضد مخاطر الاستثمار، حيث في الأول ظهرت CDS (Crédit Défaut Swap)، هي عبارة عن تأمين تعاقدي مابين شخصين، بدون تنظيم، أين يضمن البائع أو المؤمن مشتري CDS بتعويض الخسائر الناجمة عن هذه الورقة المالية مقابل قسط ثابت سنوي متفق عليه مسبقا، وبالتالي تتيح هذه الأخيرة الفرصة للمستثمرين بشراء المنتجات المورقة مع الضمان من خطر عدم تسديد للمؤسسات المصدرة لها. ثم توسعت العملية لتشمل توريق هذه الأوراق المالية من نوع CDS أي " مبادلة الديون"،ثم تحولت لتصبح موضوع الرهان على مستوى السوق. كما يوجد شركات تأمين أخرى تتمثل في ''Monoline'' التي قامت بتأمين حوالي 2400 مليار دولار من هذه الأوراق المالية، حتى إذا لم تضمن للمقترضين الأخطار التي تتدعي تغطيتها، وكل هذه العمليات كانت ذو مردودية عالية لإنتعاش الاقتصاد [10]. من بعدها تم إعادة بيع المنتجات المورقة والمشتقات إلى جانب منتجات مالية أخرى من طرف بنوك الأعمال (Bear Stearns, Merril Lynch,Citigroup,Lehman Brothers,)، وصناديق التحوط إلى جميع المؤسسات المالية في العالم.

المحور الثالث: كيفية نشوء الأزمة المالية و علاقتها بالاقتصاد الافتراضي

1 -**نشوء الأزمة المالية العالمية:** انطلاقا من ماي 2004، قام البنك المركزي الأمريكي برفع معدلات الفائدة من 1 % إلى5,25 %، مما أدى إلى زيادة أعباء القروض العقارية من حيث سداد أقساطها، خاصة في ظل التغاضي عن السجل الائتماني للعملاء وقدرتهم على السداد حتى بلغت تلك القروض نحو 1,3 تريليون دولار في مارس 2007. هكذا ارتفعت ديون الأسر من 46% من الناتج المحلي الإجمالي سنة 1979 إلى 98% في ديسمبر 2007، وصلت الديون الخارجية للولايات المتحدة الأمريكية إلى أكثر من 7000 مليار دولار، أي ما يعادل 70% من الناتج المحلي الإجمالي (PIB)، ومنه بلغ مجموع الديون الأمريكية في ديسمبر 2007 نحو 350% من PIB أي أكثر مما كان عليه سنة 1929. وابتداء من سنة 2006، بدأت العقارات تنخفض في الولايات المتحدة الأمريكية، وانهارت المبيعات، مما أدى إلى انخفاض قيمة المباني و تدهورها، وبدأت المنتجات التي تم توريقها توصف بـــ "السامة" أو " الرديئة" من طرف وكالات التنقيط حينما تم إدراك أن القيمة المتبقية المستحقة للمصارف من قبل المقترضين أصبحت تفوق قيمة إعادة بيع العقار على مستوى السوق، لكن هذا التصنيف جاء متأخرا، و هكذا بدأت تزداد عدم قدرة المقترضين لقروض Subprime على تسديد ديونهم ، مما أدى إلى انهيار هذه المنتجات السامة مسقطة معها بقية المنتجات بفعل ما يسمى « l'effet dominos »، مما ساهم في تدهور سوق العقار الأمريكي، وانفجرت حينها الفقاعة العقارية لتندلع أزمة Subprime التي كان منطلق الأزمة المالية العالمية أدخلت العالم في حالة ركود اقتصادي كبير. انفجرت الأزمة في قطاع العقار الأمريكي وسرعان

ما امتدت إلى سوق الائتمان للأسر الأمريكية بشتى الطرق، أولا، لأن الأسر كانت تستخدم ممتلكاتها كضمان للطلب و للحصول على القروض، إضافة لذلك مجموعة الحزم أو السلة التي تم تشكيلها و توريقها تتضمن أوراق مالية مختلطة لجميع أنواع القروض والائتمان، وبالتالي القروض المشكوك فيها أصبحت تؤثر على جودة هذه الحزم، وتجلبها معها في حفرة الانهيار . في جوان 2007، يعلن بنك الاستثمار Bear Stearns عن إفلاس إثنين من صناديق التحوط استثمروا في القروض الأقل جودة Subprime، كما أعلنت Citigroup عن أضرار وخسائر مالية كبيرة ناجمة عن هذا النوع من القروض بالإضافة إلى المنتجات المشتقة، وازداد الأمر سوءا بزيادة معدلات حجز البنوك على عقارات من لم يستطيعوا السداد، و في شهر جويلية، فقد أكثر من مليوني أمريكي ملكيتهم لهذه العقارات و أصبحوا مكبلين بالتزامات مالية كبيرة، وانتفخت الفقاعة العقارية حتى وصلت إلى ذروتها،و انفجرت في صيف 2007 ،ولم يعد الأفراد قادرين على سداد ديونهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة،إثر ذلك تضررت العديد من البنوك الدائنة مما أدى إلى هبوط قيم أسهمها في البورصة،وهكذا أعلنت العديد من المصارف، الشركات العقارية، صناديق التحوط، المستثمرون المؤسستيون وغيرهم عن الإفلاس. وفي جانفي2008، العديد من البنوك الأمريكية، من بينها فريدريك ماك و فاني ماي أصبحت تعتمد فيما يخص ملاءتها المالية إلا على البنك المركزي الأمريكي و على الصناديق السيادية لسنغافورة والصين. في سبتمبر 2008، ساءت الأزمة بشدة وتحولت إلى أزمة نظامية عندما أظهرت البنوك الأمريكية و الأوربية عدم امتلاكها الكافي لرأس المال لمواجهة الخسائر المرتفعة الناجمة عن القروض المتعثرة، وإفلاس بنك Lehman Brothers في 15 سبتمبر الذي كان يشكل أكبر رابع بنك استثماري أمريكي أكد القلق والتخوف المتصاعد، في هذا التاريخ، بالفعل تغيرت طبيعة الأزمة، و تسبب بدوره في إفلاس العديد من البنوك والمؤسسات المالية المتعاملة معه عبر العالم، ومن ثم انتشار حالة عدم استقرار والذعر المالي انعكس سلبا على معظم البورصات العالمية التي تراجعت مؤشراتها إلى مستويات غير مسبوقة، و نظرا لكل هذه التطورات سرعان ما أعقبت الأزمة المالية أزمة اقتصادية تمثلت في موجة الكساد التي اجتاحت كل دول العالم بدرجات متفاوتة نتيجة تراجع حجم الائتمان بسبب ما تعيشه اق المالية من تأزم. كما أثرت الضغوط المالية الأخيرة بدورها على أسواق الصرف، فمنذ سنة 2002، شهد الدولار انخفاض بقيمة 25% من القيمة الفعلية الحقيقية، إذ كان أكبر انخفاض عرفه الدولار منذ سنة 1975. لقد زادت أزمة الرهن العقاري و الاضطرابات في الأسواق المالية من الشكوك على قيمة و سيولة الأوراق المالية الأمريكية المورقة، نتج عن ذلك هبوط حاد في الطلب الخاص للأوراق المالية للشركات والمؤسسات و انخفاض في صافي تدفقات رؤوس الأموال للمحفظة، مما أدى إلى زيادة الضغط على الدولار[11].

2-عوامل اتساع مجال الاقتصاد الافتراضي:

أولا- أزمة الرهن العقاري وعملية التوريق

❖ **أزمة الرهن العقاري Subprime** : لقد كانت أزمة الرهن العقاري هي السبب الرئيسي للأزمة المالية العالمية، حيث شجع الازدهار الكبير لسوق العقارات الأمريكية ما بين عامي 2001 و 2006 البنوك وشركات الإقراض على اللجوء إلى الإقراض العقاري، وترجع أسباب أزمة الرهن العقاري إلى التوسيع في منح القروض العالية المخاطر التي تعرف بالقروض الأقل جودة "Subprime"، هذه الأخيرة هي عبارة عن قروض عقارية قدمت لأسر ذات جدارة ائتمانية ضعيفة أو غير مستقرة بالمقارنة بالقروض التقليدية الأخرى، حيث يسمح الرهن العقاري للدائن في حالة عدم السداد، بالاستيلاء على ملكيته (موضوع الرهن) واسترجاع أمواله عن طريق بيعه، وفي منتصف عام 2007، وصلت القروض العقارية الغير مسددة من نوع Subprime إلى 1300 مليار دولار، حيث أنها كانت تمنح لفترات طويلة جدا (25 أو30 عاما) بمعدلات منخفضة في السنوات الأولى، وبالمقابل يأخذ البنك أو الوسيط ضمان يكفل رهن الممتلكات، كما توسعت العملية حيث أصبح من الممكن على عون مقترض من قبل أن يأخذ قرضا آخر بدون أية تعقيدات.

على مستوى الاقتصاد الكلي وإلى غاية سنة 2004، يوجد عنصرين رئيسيين شجعا هذه القروض في الولايات المتحدة الأمريكية[12] :

– الانخفاض المستمر للأسعار الذي أجري من طرف FED بالتوازي مع ضخ حجم كبير من السيولة بعد انهيار أسهم شركات التكنولوجيا، بالإضافة إلى هجومات 11 سبتمبر 2001.

– زيادة كبيرة في أسعار العقارات نتيجة سياسة أسعار الفائدة المنخفضة.

لكن ابتداء من 2004، قامت FED برفع معدلات الفائدة باستمرار من 1% إلى 5,25%، وفي نهاية 2006، انخفضت أسعار العقارات بشكل كبير، وهذين الظاهرتين ساهمتا بشكل كبير في زيادة الأعباء المالية على الأسر الفقيرة والتي لم يعد يسمح لهم بتغطية ديونهم بالكامل عن طريق بيع العقار المعني، حيث وصل معدل عدم سداد هذه القروض إلى 15% في 2007 ضد خطر الاقتراض بلغ حده الأقصى 10% سابقا. حيث أن الانخفاض في أسعار العقارات ساهم في جعل قيمة الرهن العقاري أقل من قيمة القروض، وبالتالي لم تعد الضمانات المقدمة على القروض تغطي خسائر البنوك. وفي ظل ارتفاع سعر الفائدة وعدم قدرة أصحابها على إعادة بيعها أو رهنها والحصول على قروض جديدة توقفوا عن سداد أقساط القروض العقارية وفوائدها، لذا فلقد أدت أزمة قروض الرهن العقاري إلى سيادة حالة من عدم الثقة في قروض Subprime. كما قامت المؤسسات المالية الكبرى ببيع هذه القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات دين وطرحتها في أسواق المال والبورصات للتداول مما ساهم في تفاقم الأزمة وانتشارها.

❖ **عملية التوريق** : يعرف التوريق على أنه عملية تنقيد أو تسييل الأصول المالية، يمكن أن تكون هذه الأصول قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل، ويمكن وصفه على أنه تركيب مالي يسمح لمؤسسة مالية، صناعية و لأي كيان اقتصادي بتحسين هيكل ميزانيته[13]. ومنه التوريق هو عبارة عن عملية تحويل القروض إلى أوراق مالية وفق تتابع العمليات الثلاثة التالية:

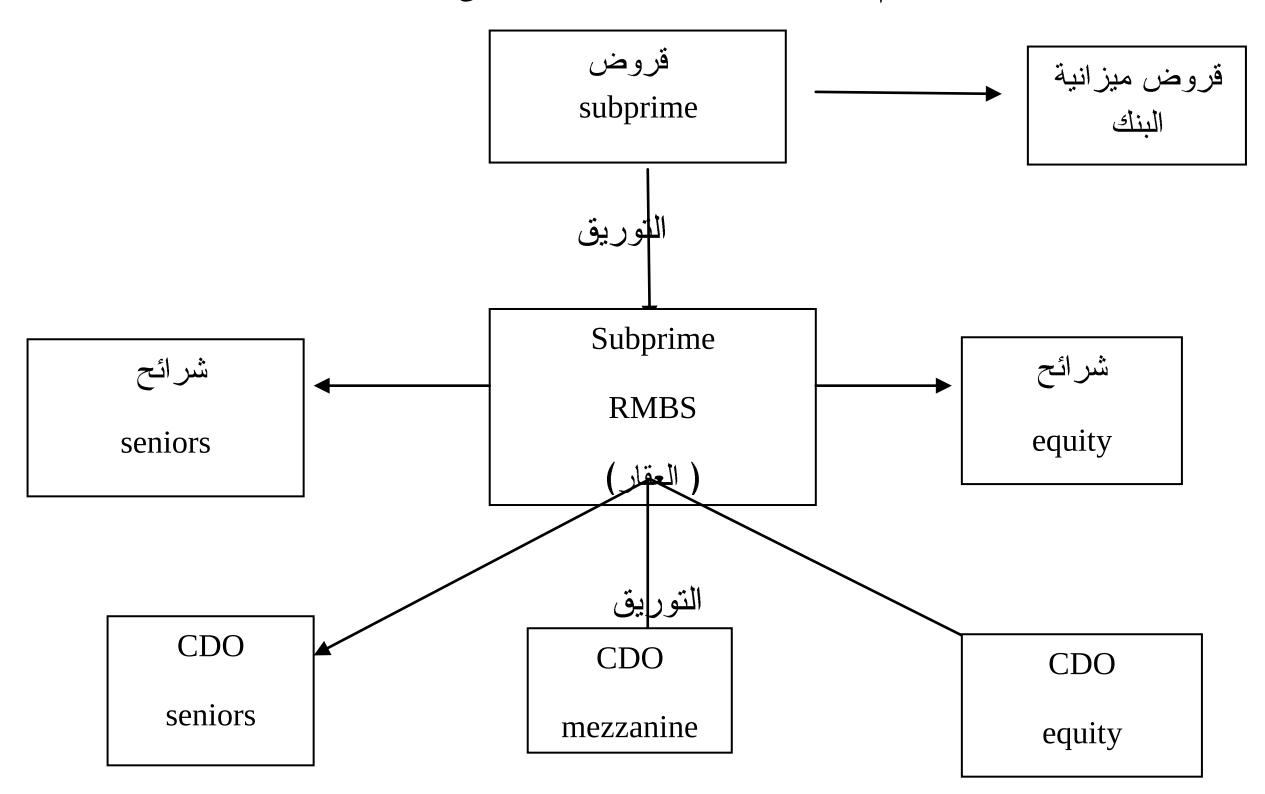
عملية التجميع Pooling : يقوم بنك استثماري بشراء حزمة قروض من المقرضين الأصليين، هذه الأخيرة يمكن أن تكون بنوك، سماسرة الرهن العقاري أو أي كيان غير منظم يعمل في مجال قروض الرهن العقاري، بمعنى أن البنوك أو مؤسسات الائتمان يمكنها أن تشكل محفظة أو حزمة من القروض ثم تقوم ببيعها إلى المستثمرين، حيث أن هذه الحزم لديها عوائد مرجحة وتحمل خطرا يتم تقييمه عن طريق وكالات التنقيط، يمكن أن تكون حزمة القروض متجانسة (قروض عقارية)، وبالمقابل تصدر أوراق مالية تدعى السندات المدعومة بالرهن العقاري (RMBS) ، أو يمكن أن تكون على شكل حزم غير متجانسة تمثل قروض مختلطة، كما يمكن أن تتضمن مشتقات على قروض الشركات ويتم تجميعها في حزم أو سلات (pools) تصدر بالمقابل أوراق المالية مدعومة بالأصول (ABS)، هذا ما يسمى بالتوريق من الدرجة الأولى، ولا تتوقف العملية إلى هذا الحد حيث يمكن تجميع RMBS و ABS في حزم وتصدر بالمقابل ما يعرف بالسندات المدعومة بالأصول (CDO)، الذي يمثل بالتوريق من الدرجة الثانية، حيث يمكن أن تستمر العملية إلى غاية CDO^2، CDO^3 وغيرها، إذ تعتبر هذه الأخيرة القناة الرئيسة لانتشار الأزمة المالية في أوت 2007[14].

عملية التفريغ Offloading : إن القروض التي وضعت في حزم والتي تم توريقها يتم إخراجها ونقلها من ميزانية بنك الاستثمار لتوضع في مؤسسات ومنشآت خاصة (أو ذات غرض خاص) " véhicule ad hoc "، والهدف بالنسبة للبنك هو من جهة التخلص من خطر عدم السداد، والاستفادة من عمولة نتيجة تدخلها كوسيط في عملية التجميع، ومن جهة أخرى تجنب القواعد المفروضة عليها في اتفاقية بال 2 بخصوص تكوين رأس مال تنظيمي على أساس المخاطر إذا احتفظت البنوك بالقروض داخل ميزانياتها. هذه المؤسسات المتخصصة هي عبارة عن مؤسسات خاصة للاستثمار(SIV) تقوم بتمويل هذه الأوراق المالية عن طريق خطوط الائتمان للبنوك المروجة وبواسطة إصدار أوراق تجارية على المدى القصير، هذه المنشآت المتخصصة في عمليات التوريق هي بمثابة سوق مصرفي غير منظم وغير مراقب، تباع فيه منتجات التوريق التي تحتويها هذه المؤسسات إلى مختلف أنواع المستثمرين (صناديق التحوط، بنوك، مؤسسات تأمين، والمستثمرون المؤسستيون)، كما أنه بإمكان هذه المؤسسات الخاصة توريق عدة مرات القروض الأصلية.

عملية التقسيم Tranching : يتم تنقيط حزم القروض **من** طرف وكالات التنقيط، والأوراق المالية التي تصدر بالمقابل يتم ترتيبها إلى قسيمات أو شرائح متسلسلة وفقا لمبدأ التبعية. هذا يعني أن أخطاء الدفع المحتملة على الحزم تمثل خسائر ممتصة من قبل الشرائح حسب أولوية كل واحدة، وهذه الشرائح تعبر عن مستويات خطر مختلفة معبر عنها بواسطة تنقيط الوكالات المتخصصة. بالتالي تمثل شريحة "equity" شريحة الإنصاف الأكثر خطورة والأكثر طلبا لتغطية الخسائر الأولى، وبعدها تأتي الشرائح المتوسطة "mezzanine" يتم تنقيطها من B إلى BBB،

أخيرا نجذ الشرائح من نوع " senior " منقطة من A إلى AA والشرائح " supersenniors" تنقط بـــAAA وعموما تعتبر هذه الأخيرة الأقل خطورة، وبالتالي تقدم للمستثمرون المؤسستيون التي لا يمكنها أن تتحمل أخطارا مرتفعة. وهكذا عندما ارتفعت معدلات الفائدة وانخفضت أسعار العقارات عجز معظم المقترضين عن سداد أصل القرض، مما أدى إلى تحول السندات إلى عبء وبالتالي أصبحت القروض المشكوك فيها رديئة وتؤثر على جودة القروض على طول سلسلة عملية التوريق وهذا ما يوضحه الشكل رقم 2.1، مما أدى إلى انهيار البنوك المقرضة شاملة جميع الأطراف التي اشترت من هذه القروض(subprime) سوى البنوك الأمريكية والبنوك الأوربية العالمية التي ساهمت في هذه العمليات. ومنه يشكل التوريق إحدى أهم قنوات نقل عدوى الأزمات المالية عبر وحدات قطاع المالي الوطني الواحد ثم عبر العالم، على هذا الأساس تتعمق الأزمة وتنتقل عدواها إلى مستوى الاقتصاد الحقيقي، وهي حالة الأزمة المالية العالمية لـــ2007–2008.

الشكل رقم 2.1 : تدهور جودة القروض على طول سلسلة عملية التوريق



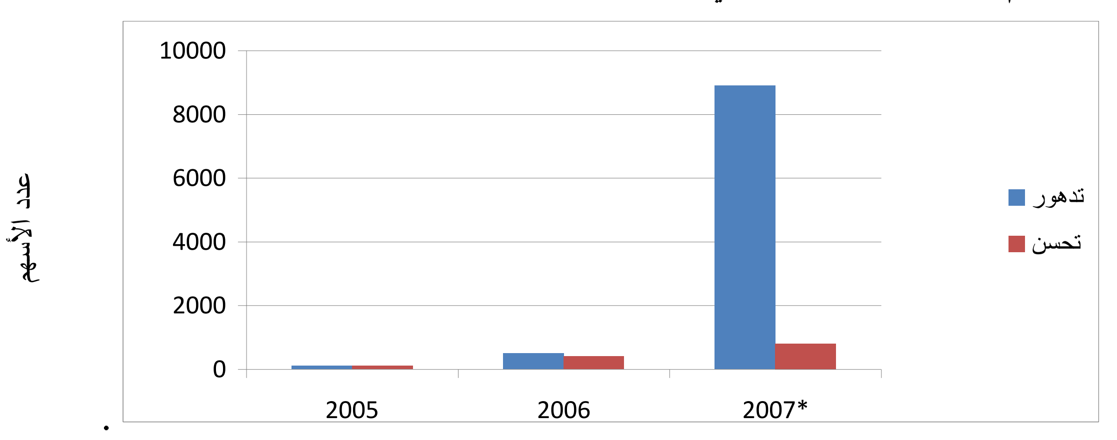
Source : Michel aglietta, Macroéconomie financière, 2008, Op Cit, p 100.

ثانيا– وكالات التنقيط وشركات التأمين

❖ **وكالات التنقيط :** من المفترض أن المنقطين (assessors) هم عبارة عن مؤسسات مستقلة، ذات نزاهة عالية، يقومون بزيارة المؤسسات لإخبار المدخرين والمستثمرين حول حاكمية هذه الأخيرة، صلابتها المالية ومدى شفافيتها، وعن طريق النقطة التي يعطونها، يحددون أسعار الفائدة التي يجب على المؤسسات المنقطة دفعها للحصول على القروض، لذلك يعتبر التنقيط علامة دولية تسمح للمصدرين بالوصول إلى كل الأسواق، وتعتبر بالنسبة للمستثمرين عنصر طمأنينة قام

بتشجيع التجديدات المالية وتسريع تطور المعلومة المالية. ومن وظائف وكالات التنقيط (rating agencies) تقييم الخطر الذي يتحمله المشتري في حالة شراء أوراق مالية (دين) قابلة للتداول من مصدر مدرج في السوق[15]. هذه الوظائف تقوم بها مؤسسات خاصة، ومن أهمها Standard&Poor's ، Moody's و Fitch حيث يتحصلون على أجورهم من المؤسسات نفسها التي يقومون بتنقيطها لمنحهم التنقيط . وهذه الوكالات يجب عليها القيام بعملها بكل صرامة للحفاظ على صورتها وسمعتها، ولكن في نفس الوقت، يجب عليها أن لا تسيء إلى عملائها الذين قد يلجئون إلى وكالات تنقيط منافسة إذا اعتقدوا أن تنقيطهم كان غير عادل أو غير كافي[18]. أعطت وكالات التنقيط القروض العقارية في السنوات الأولى من إصدارها تنقيطا جيدا خاصة "Subprime" أي بنفس تنقيط سندات الأصول أو الأصول ذات الجودة العالية جدا ذلك لأنها قامت بتصنيف هذه المنتجات على أساس ملاءتهم المالية وليس على مستوى سيولتهم ، لكن عند انخفاض أسعار العقارات سنة 2006 وانهيار سوق السندات العقارية غيرت الوكالات تنقيطها وأصبحت توصف قروض Subprime والشرائح التي قسمت إليها وغيرها من المنتجات المشتقة بالرديئة، بمعنى حدوث تدهور كبير في القروض وهذا ما يبينه الشكل رقم 3.1.

الشكل رقم 3.1: التدهور الكبير في القروض المهيكلة



Source : Michel aglietta et Sandra Rigot , Op Cit, p43

*: إشعار بإعادة النظر(توقعات) أو تغيير حقيقي.

❖ **شركات التأمين :** لقد تطور نشاط شركات التأمين وتوسع لتشمل تأمين خطأ الدفع للمنتجات التي تم توريقها لفائدة المصارف. بحيث لكي تستطيع وكالات التنقيط إعطاء أعلى نقطة AAA إلى شرائح senior وsuperseniors للسندات المدعومة بالرهن العقاري (RMBS) وإلى السندات المدعومة بالأصول (CDO)، (بالإضافة إلى أن هيكلة حزم القروض يمكن أن لا تكفي لذلك)، و بالتالي فإن تأمين إضافي من طرف شركات التأمين مقدم إلى المستثمرون المؤسستيون المشترون لهذه الأوراق المالية يزيد من ثقتهم فيها، لأن تنقيط هذه الأوراق لا يمكن أن يكون أقل من شركات التأمين نفسها، لأن المستثمرين عادة يخافون من تحمل الخطر لوحدهم، مما أدى إلى جذب الكثير من المستثمرين على هذا السوق، وتوسعت العملية لتشمل المستثمرين الأجانب

وغيرهم[16]. وفي نهاية 2007، شركة التأمين " Monoline" ضمنت حوالي 612 مليار دولار من القروض. كما قامت شركة التأمين "Monoline" بتأمين أوراق المالية من نوع CDS على القروض للمؤسسات، وبالتالي عند تدهور جودة هذه القروض وخاصة منها Subprime أسقطت معها كل حزم القروض مما ساهم في تفاقم الأزمة المالية وانتشارها عبر العالم، ونتيجة لذلك تعرضت هذه الشركة إلى خسائر مالية كبيرة، كما تعرضت المجموعة الدولية الأمريكية للتأمين(AIG إثر تأمينها للقروض الرديئة إلى خسائر بقيمة 18,5 مليار دولار وانهيار قيمتها السوقية بـــ94%.

ثالثا- ضعف رقابة السلطات النقدية وانتقال المصارف من النظام التقليدي إلى نظام جديد

❖ **ضعف رقابة السلطات النقدية :** لقد ساعد على ازدهار الابتكارات المالية مناخ السياسة النقدية المتساهل للبنك المركزي الأمريكي وضعف رقابته على المؤسسات المالية، حيث أن أحد أسباب الأزمة يكمن في غياب الرقابة الكافية على أعمال بنوك الاستثمار، وشركات التأمين الخاصة، وبالتحديد انعدام الرقابة على شركات الاستثمار فيما يخص منح القروض وإصدار السندات، مما أدى إلى عدم احترام الكثير من البنوك للاحتياط الائتماني الأدنى، كم تم إدخال ما يعرف بقيود خارج الميزانية لتسجيل عمليات شراء الأصول المرتبطة بالتمويل العقاري والتي لم تكن تخضع للقيود الرقابية، بمعنى عدم فعالية إجراءات الرقابة الداخلية على مستوى البنوك أدت إلى إفلاس العديد منها. إن عدم فعالية إجراءات الرقابة الداخلية تقاس في المقام الأول على مستوى الاقتصاد الكلي : حيث هذا النقص لم يلاحظ فقط في الولايات المتحدة الأمريكية أين انفجرت الأزمة وتطورت، بل لوحظ أيضا في أوربا أين ميكانيزمات الرقابة الداخلية على المصارف لم تكن فعالة ولم تعمل بشكل جيد، ففي 9 أوت 2007، اضطر البنك المركزي الأوربي بضخ 129 مليار دولار لتجنب انهيار النظام النقدي والمالي الأوربي نتيجة الأخطاء التي ارتكبتها البنوك الأمريكية[17]. بالإضافة للإهمال الجسيم الذي نسب إلى وكالات التنقيط التي اتحدت مصالحها مع المقرضين، هذا يدل على نقص شفافية المؤسسات المالية، وتدهور الحوكمة وفقا لمبدأ القيمة المساهمية، فبالإضافة إلى عدم تماشي(محاذاة) مصالح المديرين وحملة الأسهم، فإن فشل جميع الضوابط وتحريف الحوافز سمح للأعوان "insiders" باتخاذ أقساط ضخمة على مستوى الاقتصاد، وهذه الأخيرة تم توزيعها على المشاركين في السوق ومدراء المصارف على شكل مكافآت كبيرة، بالإضافة إلى العلاوات المبالغة فيها. نظام العلاوات المبني على تشجيع أداء المسيرين نتيجة قراراتهم القصيرة الأجل كان له الأثر على ملاءة المؤسسة ومن ثم على قدرتها على ضمان بقاءها وذلك أنه شجعهم على المخاطرة بدرجة كبيرة وقد تراكمت تلك المخاطر إلى درجة أنه أدى إلى إفلاس معظم الشركات خاصة المالية منها. هذه السلوكيات الجامحة كانت المحرك القوي للانحراف النظامي في المالية في المسارعة للديون، في تشكيل المنتجات الرديئة، وفي المخاطرة المفرطة. أي عدم

التطبيق الجيد لمبادئ الحوكمة الرشيدة سوى على مستوى البنوك، الشركات وحتى على مستوى الأسواق.

❖ **انتقال المصارف من النظام التقليدي إلى نظام جديد :** يرجع سبب الأزمة أيضا إلى ركيزة أساسية تتمثل في تطور الأسواق المالية التي فتحت المجال للابتكارات المالية، وإلى تغيير جذري للنموذج المصرفي التقليدي، حيث إلى جانب القروض التقليدية التجارية التي يحتفظ بها في البنوك إلى غاية دفعها، ومع بروز الهندسة المالية بشدة، ظهر نموذج مصرفي جديد استولى بقوة على جميع الأسواق المالية، هذا النموذج الجديد الذي يكسب أرباحا طائلة تفوق النموذج التقليدي للمصارف، يضبط بدقة طلب المصارف إلى طلب العملاء ويعطي فرصة للبنك المقرض بتحويل كل أو جزء من المخاطر إلى المستثمرين المتعاملين على مستوى الأسواق المالية.

رابعا– المشتقات المالية، وانفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي نذكرها كالتوالي :

❖ **المشتقات المالية :** اتجهت أسواق رأس المال إلى ابتكار أدوات تمويلية جديدة تعرف بالمشتقات التي مكنتها من تحويل مخاطر الأصول التمويلية مثل السندات العادية وسندات التوريق إلى أدوات قابلة للتسويق في سوق رأس المال، حيث ساهمت المشتقات المالية بشكل أساسي في تفاقم الأزمة المالية عن طريق التوسع في اشتقاق أدوات مالية جديدة تعتمد على الثقة في تحقيقها مكاسب في المستقبل، ونظرًا لانهيار أسعار الأسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية انهارت قيمة هذه المشتقات، وحدث ذعر في الأسواق المالية نتيجة لتزاحم الجميع على تصفية مراكزهم، وأدى ذلك إلى انعكاسات سلبية حادة على سيولة المصارف، وانخفضت مؤشرات الأسواق انخفاضًا كبيرًا أدى إلى شلل هذه الأسواق. لقد أظهرت هذه الأزمة عجز المشتقات في مواجهة المخاطر الناتجة وحتى عجزها عن حمـــايـــة نفسها.

❖ **انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي :** الانفصام المتزايد بين الاقتصاد الحقيقي أو العيني المتمثل في تدفقات السلع والخدمات والاقتصاد المالي والنقدي المتمثل في تدفقات النقود والائتمان، جعل هذه التدفقات الأخيرة تكتسب استقلالية متزايدة منذ النصف الأول من السبعينات، وقد أصبح هناك انفصام متزايد بين رأس المال المنتج ورأس المال النقدي، أي بين الاقتصاد الحقيقي وما يسمى بالاقتصاد الرمزي، وأصبحت هناك مفاضلة متصاعدة بين استخدام رأس المال في الديون واستخدامه في الإنتاج، كل هذا زاد من حدة وعمق الأزمة المالية العالمية بشكل متسارع. تظهر الأزمة الراهنة بجلاء أن القطاع المالي قد انفصل عن القطاع الحقيقي، وصار له وجود مستقل نسبيا، بمعنى أن المال أصبح يدور في القطاع المالي دورات متعددة لا تخدم الإنتاج من قريب أو من بعيد ، وإنما تخدم أغراض المضاربين المقامرين، ومما زاد من خطورة الوضع أن الوسطاء الماليين لم يعملوا لحساب عملائهم فقط، بل كانوا يتاجرون أيضا لحسابهم الخاص .

خاتمة

و أخيرا هل الاقتصاد الافتراضي يعتبر عامل قوة أو عامل ضعف لدى الدول؟ مما لا شك فيه أن

الاقتصاد الافتراضي يؤدي إلى ظهور الدولة بمظهر القوة ما يمكنها من المناورة و التهديد و التأثير على الدول الأخرى، و قد يمكنها من تدمير اقتصاد دول بالكامل خاصة إذا كانت تلك الدول تستعمل اقتصادها الحقيقي أو كانت أقل قدرة من الدولة المهاجمة. و لا تزال أمريكا تستعمل الاقتصاد الافتراضي للتأثير على أوروبا و اليابان و الصين و غيرها. ففي الوقت الذي يشكل فيه لاقتصاد الافتراضي مظهر قوة، فهو كذلك يشكل مقتلا لهذه الدول. و ذلك انه في حال تعرض الدولة إلى أزمة حقيقية سواء بسبب الكوارث أو الحروب بحيث تستهلك الأزمة ما يعادل الاقتصاد الحقيقي للدولة فان اقتصاد الدولة سيصاب بالإفلاس.

و الحاصل أن الدول الرأسمالية الكبرى مثل أمريكا و أوروبا قد بنت اقتصادها الضخم على أساس الاقتصاد الافتراضي . و الأهم من ذلك أن هذه الدول لا يمكنها التراجع لإعادة بناء اقتصادها على شكل آخر. فالسياسة المالية كلها قائمة على الربا، و الثراء الفاحش و الزيادة المطردة للمال أصبحت هي الغاية الوحيدة للسياسة المالية و الاقتصادية. و من هنا لا يمكن تصور إعادة بناء الاقتصاد في الدول الرأسمالية ليصبح أقرب للواقع. و بالتالي يبقى معرضا الانهيار. و الله يقول: "الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لا يَقُومُونَ إِلا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ" و يقول: " . يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ" و صدق الله تعالى بقوله " أَفَمَنْ أَسَّسَ بُنْيَانَهُ عَلَى تَقْوَى مِنَ اللَّهِ وَرِضْوَانٍ خَيْرٌ أَمْ مَنْ أَسَّسَ بُنْيَانَهُ عَلَى شَفَا جُرُفٍ هَارٍ فَانْهَارَ بِهِ فِي نَارِ جَهَنَّمَ وَاللَّهُ لا يَهْدِي الْقَوْمَ الظَّالِمِينَ "

المراجع:

1-بلعزوز بن علي،الازمة المالية العالمية مظاهرها و سبل معالجتها، ورقة مقدمة في الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول أزمة النظام المالي المصرفي الدولي و بديل البنوك الاسلامية، جامعة الامير عبد القادر العلوم الاسلامية قسنطينة، يومي 05 و 06ماي 2009 ص 24.

2- السيد البدوي عبد الحافظ ، إدارة الأسواق المالية العالمية ، دار الفكر العربي، القاهرة ، 1999 ، ص 39.

إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية.

3-إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية و إصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 18.

4- بوعتروس عبد الحق، السياسة النقدية والأزمة المالية الراهنة، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، جامعة سطيف ،20-21 أكتوبر2009.

5- Bart halon Eric, Crises financières : Revue problèmes économiques, N° 2595, paris, 1998. مع ترجمة و بتصرف

6- أحمد يوسف الشحات، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لأزمة جنوب شرق آسيا، دار النيل للطباعة والنشر، القاهرة، 2001، ص14.

[7] :Jacque Attali, La crise et après, Librairie Arthème Fayard, paris, 2009, p 46.

[8] :Jean-louis Mucchielli, la mondialisation choc et mesure, Hachette supèrieur, Espagne, collection2, edition1, 2008, p 118.

[9] :Bertrand Jacquillat , hedge funds private equity marché financier : les frères ennemis ?, PUF Descartes et cie, première édition, paris, 2008, p 95.

[10] :Jacque Attali, Op Cit, p p 56- 57.

[11] :Jean-louis Mucchielli, Op Cit, p p 123-124.

12- Catherine Karyotis, La crise financière : en 40 concepts clés, Revue banque édition, paris, 2009, p p 11-12. مع ترجمة و بتصرف

13- Abdelkader Beltas, la Titrisation, édition légende, Alger, 2007, p 13.مع ترجمة و بتصرف

14- Michel Aglietta et Sandra Rigot, Crise et rénovation de la finance, Odile Jacob économie, Paris, 2009, p 31.مع ترجمة و بتصرف

15- Catherine Karyotis, Op Cit, p 33. مع ترجمة و بتصرف

16- Jacque Attali, Op Cit, p 58. مع ترجمة و بتصرف

17- Michel aglietta et Sandra Rigot, Op Cit, p 66. مع ترجمة و بتصرف